

## 四方面入手 提振內地市場信心



集思廣益 管濤

中銀證券  
全球首席經濟學家

長效機制，都應該有一個較為清晰的框架，並着手一些基礎制度的建設。相關政策宜打好提前量，避免一直被市場推着走，消磨市場信心。

繼2021年和2022年連續兩次在「三重壓力」中提及「預期轉弱」後，2023年底召開的中央經濟工作會議再次提及「社會預期偏弱」。措辭雖然較「預期轉弱」的程度有所減輕，但表明距理想狀態還有差距，在一定程度上導致了民間不願或不投資和消費，形成國內大循環的堵點。中央經濟工作會議將切實改善社會預期與增強經濟活力、防範化解風險並列作為2024年經濟工作的三大總體要求之一，同時要求宏觀政策堅持穩中求進、以進促穩、先立後破，將多出穩預期的政策置於穩增長、穩就業之前。

有人說穩住了預期就穩住了經濟。然而，當預期問題連續談了三年之後，當前或只有穩住增長才能穩住預期、提振信心。短期看，這要從四方面着手：

首先，要加大宏觀調控力度，保持經濟運行在合理區間。有效需求不足、部分行業產能過剩均指向實際經濟增速低於潛在產出，其特徵是就業不充分、物價走勢弱，一些企業經營困難。當務之急要推動經濟運行回歸潛在增速。結構調整很重要但見效慢，而現階段民間投資和消費意願不足，故仍需要強化逆周期和跨周期調節。

除穩健的貨幣政策靈活適度、精準有效外，還要政府發揮最後貸款人的角色，用好民間儲蓄高、(中央)政府債務低的有利條件，積極的財政政策適時加力、提質增效，要加大財政支出強度、優化財政支出結構。由於政策已落後於市場曲線，宜採取一些超預期的政策。同時，預案比預測更重要，宏觀政策應留出餘地。

其次，要防範化解重點領域風險，保持財政金融穩健運行。鑒於房地產在居民資產和國民經濟中的重要地位，2023年房地產市場延續調整，繼續拖累經濟運行，加劇經濟金融風險隱患，對市場信心造成打壓。2024年，必須長短結合、標本兼治，統籌化解房地產、地方債務、中小金融機構等風險，守住不發生系統性風險的底線。同時，無論是房地產健康發展新模式，還是地方化債

再次，要針對市場的急難愁盼，落地一批實質性的改革開放措施。當前中國正處在經濟恢復和產業升級的兩個關鍵期，結構性問題、周期性矛盾交織疊加。要堅持深化改革開放，着力破解深層次體制機制障礙，把中國制度優勢更好轉化為國家治理效能，激發市場主體活力。短期看，要落實中央經濟工作會議部署，促進民營企業發展壯大，在市場准入、要素獲取、公平執法、權益保護等方面落實一批舉措；加快全國統一大市場建設，着力破除各種形式的地方保護和市場分割；放寬電信、醫療等服務業市場准入，對標國際高標準經貿規則，認真解決數據跨境流動、平等參與政府採購等問題；切實打通外籍人員來華經商、學習、旅遊的堵點。

### 刺激政策靠前發力

最後，要提高政策執行力，增強政策的獲得感和認同感。中央經濟工作會議強調，要深入貫徹落實黨中央關於經濟工作的決策部署，不折不扣、雷厲風行、求真務實、敢作善為抓落實。中央經濟工作會議要求，要多出有利於穩預期、穩增長、穩就業的政策，增強宏觀政策取向一致性，特別強調要把非經濟性政策納入一致性評估，強化政策統籌，確保同向發力、形成合力。歸根結底，就是重申在防疫平穩轉段後，要休養生息，不折騰。即便做事，也是支持性政策靠前發力、收縮性政策慎重出台，各項經濟社會工作形成「一盤棋」。

實踐是檢驗真理的唯一標準。鞏固和增強經濟回升向好勢頭，應該伴隨着就業尤其是重點就業人群增加，物價漲幅從低位溫和回升，以及股市、樓市、匯市等金融市場企稳，最終落腳在包括工資性、經營性、財產性和轉移性收入在內的居民收入穩步增長，能消費、敢消費、願消費的氛圍更加熾烈。

當然，以科技創新引領現代化產業體系建設，不論短期還是中長期都很重要，這是發展新質生產力、提高全要素生產率的重要途徑，需要厚積薄發，需要壯大「耐心資本」。

## 減價去庫存 今年一手銷情旺



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

「天氣不似預期，但要走，總要飛」。筆者早前已經說過2023年新盤市場的成績是差強人意的一年，相信大家亦明白，2022至2024年是新盤落成的高峰期，2022年接近有2.2萬新盤落成，去年落成量亦逼近2萬伙，今年預測的落成量就更加驚人，估算會有多達2.7萬伙新盤落成。

面對大量新盤的競爭，原先市場已估算今年一手新盤銷售會較去年大幅回升，或重上1.5萬伙的高位。雖然本月新盤市場在缺少大型新盤登場，上半個月只錄得約225宗成交，較上月同期大幅回落，但發展商亦趁機優惠重推貨尾，新盤市場尚算熱鬧。

現實與預先估算有相當落差，即使去年12月在水天圍大型新盤YOHO WEST推售的刺激下，去年全年新盤銷售約1.08萬伙，較2022年約9300伙，顯著增加1500伙，增幅達17%，但有開關幅仍然是遠遠落後於過去的平均數。在2014年至2021年，平均每年新盤銷售在1.4萬至1.8萬伙之間，去年最終只有約1.08萬伙售出，成績是差強人意。

無可否認，去年的新盤銷售肯定是

發展商的預料之外，銷量不似預期外，連帶新盤的定價亦遠遠不及預期，部分發展商為求促銷只好減價求售或是加佣促銷。新盤市場大吹「淡風」下，整體新盤貨尾總數早已拾級而上，早已超越2萬伙，發展商自然需要加快新盤銷售，加速清貨尾。

總結過去一年的新盤銷售，去年銷售成績最暢銷的三大新盤，主要均屬於新門區大型新盤。最暢銷的兩大新盤是屯門NOVO LAND及天水圍YOHO WEST，其次是油塘親海駁，三個新盤均以細單位作主打。以單位類型計算，去年以2房單位銷售升幅最明顯，全年共售出逾4600伙，較2022年大幅增加24%；1房單位的銷售升幅亦約達14%。1房及2房單位的成交佔整體新盤市場七成以上。

### 2.7萬伙新盤將落成

踏入2024年新盤市場表現又會如何，首先今年是新盤落成的高峰期，將有多達2.7萬伙的新盤將要落成，以過去兩年平均每年只售出約1萬伙新盤，現樓新盤貨尾量勢必大幅增加，相信發展商為求清貨，仍會以震撼低價推盤，今年新盤推售勢必較去年更熱鬧。加上美國息口經已見頂，市場已普遍預期美國最快今年上半年重啟減息，相信到時本地銀行亦會跟隨美國減息，減息效應下估計今年新盤銷售勢必增加。



▲今年是新盤落成高峰期，發展商自然需要加快銷售，加速清貨尾。



▲通脹仍然是今年上半年美聯儲主要關注的問題，如果通脹降溫順利，經濟基本面的強弱或將決定美聯儲的降息時點。

關於2024年美國經濟與政策走勢，市場既有共識也有分歧。共識在於：美國經濟增速放緩、通脹回落、貨幣政策轉向寬鬆。分歧在於：美國將以何種形式實現上述結果，是平穩的「軟著陸」，貨幣政策溫和轉向；還是劇烈的「硬著陸」，迫使美聯儲緊急轉舵？

# 聯儲最快第三季減息



宏觀漫談 羅志恒

粵開證券首席經濟學家

筆者認為，2024年美國經濟「軟著陸」的概率更高。居民消費、住宅投資、補庫周期及政策空間將是美國經濟的四大支撐力量。基準情景下，美國GDP同比增速或將溫和下滑至1.8%，核心PCE同比回落至2.5%，向美聯儲2%的政策目標更進一步。考慮到美聯儲能夠通過靈活的立場轉向打消一部分衰退疑慮，以及財政支出節奏可以前移，在沒有外生衝擊的情況下，美國經濟陷入衰退的可能性較低。

當然，風險因素也不容忽視。金融脆弱性與通脹黏性將是美國經濟的兩大內在風險，地緣政治衝突、美國大選年極端主義抬頭等外生風險，也可能對美國經濟和政策造成不利衝擊。一方面，美國金融穩定性才剛剛開始經受高利率考驗，不能排除未來更多風險暴露的可能。另一方面，通脹回落路徑並非坦途。與各種「著陸」情景相比，頑固通脹下，經濟無論是「過熱」還是「滯脹」都是棘手問題。若今年核心通脹回落程度不及預期，美聯儲或將高息維持更長時間。另一種可能性是通脹下降後再上升，而美聯儲不得不開啟二次加息，從而將經濟推向深度衰退的邊緣。

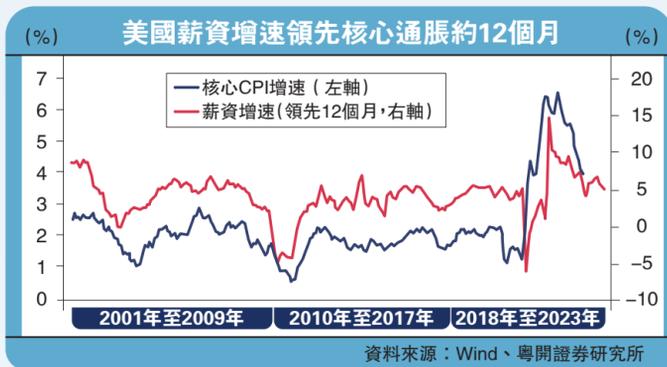
### 經濟「軟著陸」幾率高於「硬著陸」

實際GDP：溫和減速但不會衰退  
筆者預計2024年美國實際GDP增速在1.8%左右，結合2023年預計的2.4%，兩年平均增速落在2.1%附近，與美國經濟的長期增速水平相近，即「軟著陸」判斷。

首先，超額儲蓄有望繼續支撐居民實際消費保持在趨勢性水平。高利率對居民部門的影響將在2024年進一步顯現，但超額儲蓄的存在使得居民有能力繼續將實際消費維持在疫情前的趨勢性水平。超額儲蓄預計到2024年8月左右才會消耗殆盡。而在超額儲蓄消耗完畢之後，2024年下半年居民實際消費支出可能會小幅低於長期趨勢，全年實際居民消費同比增速或略低於2023年。

其次，以三大法案為代表的財政政策將繼續帶動企業投資，同時補庫周期有望在2024年開啟，對私人部門投資形成一定支撐。從對非住宅投資的貢獻看，2023年支撐非住宅投資的兩大要素分別是建築投資與交通設備投資，而這兩項投資的迅速增長與拜登政府推出的「製造業回流」等三大法案息息相關。往前看，三大法案的支出力度有望在2024財年繼續加碼，但受金融條件收緊的影響，其帶動企業投資的效率或不如2023年。

再次，2024年利率高位下行與住宅供給不足將對住宅投資形成一定支撐。一方面，若2024年降息預期下美債利率走低，帶動抵押貸款利率下行，住房需求可能會邊際改善。另一方面，美國住宅供給不足的問題依然存在，對住宅投資中的新建住房投資



形成一定支撐。自美聯儲加息以來，利率「鎖定效應」導致成屋（即二手房）供給大幅下滑，迫使購房者轉向新屋市場，造成新屋供不應求，房價上升。2024年住宅投資總量或與2023年持平或小幅提升，對實際GDP增速從拖累轉向拉動。

最後，財政支出仍將維持一定規模。2023年中達成的債務上限延期協議雖然對之後兩年的財政支出有所限制，但限額較為溫和，對拜登政府的三大法案幾乎沒有影響。2024年聯邦政府的利息支出將會大幅增長，但強制性支出將會降低，一增一減之下，自主支出額度或與2023年類似。總體財政赤字率預計在5.5%左右，略低於2023年。

通脹：持續下行，但也存風險  
筆者預計到2024年底，美聯儲關注的核心PCE同比有望降至2.5%，離2%的政策目標更進一步。

從經濟的量價視角出發，「軟著陸」需要「量穩價跌」，這意味著供給側也還有進一步修復的空間。近期美國原油生產創新高、耐用品供應鏈修復、勞動參與率與勞動生產率提升是經濟有望軟著陸的早期利好因素。

展望2024年，帶動通脹回落的主要因素是供給側的進一步修復，以及住房服務分項的大概率下滑。從近期CPI各分項的走勢可以看出，能源價格走低是近期通脹降溫的最大貢獻項，而伴隨能源價格下行的是美國原油產量創下歷史新高。核心通脹方面，核心商品通脹持續低位徘徊，短期內或不再構成「再通脹」威脅。住房服務由於滯後於市場租金，後續也將進一步回落。

較為頑固的是非房租核心服務通脹，2023年下半年該分項價格已經開始橫盤，造成核心通脹仍存風險。一方面因醫療保險統計口徑調整，2022年10月至今的醫療保險價格可能被低估。另一方面，薪資同比增速已經出現企穩跡象，或導致服務業成本難以繼續降低。綜合來看，2024年通脹下行的趨勢仍將延續，但下半年斜率將放緩，甚至有橫盤風險。

財政：支出力度或與去年相似

從財政與貨幣協同的角度出發，不難發現疫情以來美國經濟的每一次轉向，都與貨幣和財政政策的擴張或收縮同頻。展望2024年，財政與貨幣政策的協同將受到一定限制，財政支出的力度或與2023年相似。據美國國會預算辦公室測算，2024財年聯邦政

府赤字將略微低於2023財年。從支出節奏看，若考慮財政與貨幣政策的配合，2024財年的財政支出可能將會小幅前置來托底經濟，並在二季度或三季度邊際回落。結合2025財年自主支出限額小幅增加、三大法案支出繼續增長的情況，2024年四季度美國在財政支出端或有一定餘力。

貨幣：大概率今年降息1厘  
筆者預計美聯儲將於2024年三季度開始降息，年內共降息四次，合計1厘，將政策利率降至4.25至4.5厘的區間。

### 失業率變化左右減息時間

通脹仍然是2024年上半年美聯儲主要關注的問題。一個可能的降息閾值是核心PCE降到3%以下，同時非房租核心服務分項的價格開始鬆動、長期通脹預期回落，這些條件的滿足會強化美聯儲開啟降息周期的信心。如果通脹降溫順利，經濟基本面的強弱或將決定美聯儲的降息時點。若失業率超預期上升或是經濟增速大幅低於預期，降息時點或將提前。

當然，這一切的前提是美國經濟在高利率環境下不會顯露脆弱性。若金融穩定性受到挑戰，美聯儲應該會更加靈活地轉變立場。

其一，地緣政治依然是重大風險。地緣政治緊張的局勢之下，全球貿易板塊化、碎片化的風險正在加劇，脫鉤斷鏈風險有所上升，或給全球經濟帶來巨大損失。同時，能源供應存在中斷風險，可能會對全球能源價格、產出水平產生重大影響。

其二，通脹回落不及預期。在人口老齡化、能源結構轉型、技術擴散放緩、貿易逆全球化等因素影響之下，美國長期通脹中樞或系統性抬升。這意味著本輪通脹持續時間可能會更久，而美聯儲或需要在經濟增長與控制通脹之間作出取舍。

其三，美國大選極端主義抬頭對經濟活動造成擾動。2024年將進行美國總統大選，屆時爭議事件等對美國經濟活動造成影響。兩黨競爭加劇，若國會兩黨遲遲不能在預算問題上達成一致，政府關門的風險得不到解決，則聯邦政府的財政政策空間將受限制，政府債務的可持續性會受質疑，進而對經濟產生更廣泛的影響。

其四，金融穩定性受到挑戰。地區銀行和中小銀行仍面臨利率風險，對商業地產的風險敞口也更大，可能成為系統性風險的導火索。